

Ngành : Thủy sản (Báo cáo gần nhất: [Link](#))

| Khuyến nghị               |            | CTCP Vĩnh Hoàn (HSX: VHC)<br>Cập nhật kết quả kinh doanh quý 2 |           |                        |       |
|---------------------------|------------|----------------------------------------------------------------|-----------|------------------------|-------|
| Giá hiện tại:             | 49,550     | Ngày viết báo cáo:                                             | 6/09/2021 | <b>Cơ cấu cổ đông</b>  |       |
| Giá mục tiêu trước đây    | 47,000     | Cổ phiếu lưu hành (Triệu)                                      | 182       | Trương Thị Lệ Khanh    | 43.1% |
| Giá mục tiêu mới:         | 61,000     | Vốn hóa (tỷ đồng)                                              | 9,097     | Mitsubishi Corporation | 6.5%  |
| Tỷ suất cổ tức            | 0%         | Thanh khoản bình quân 10 phiên:                                | 3,064,550 | Quỹ Đầu tư Việt Nam    | 4.9%  |
| <b>Tiềm năng tăng giá</b> | <b>23%</b> | Sở hữu nước ngoài                                              | 23.13%    | Võ Phú Đức             | 1.5%  |

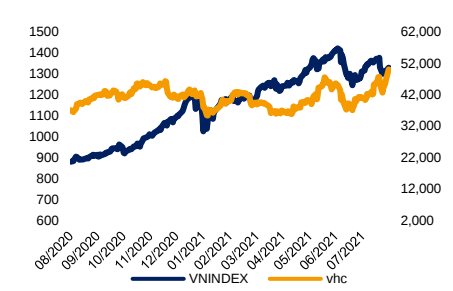
Chuyên viên phân tích ngành:

Nguyễn Thị Cẩm Tú, CFA  
(Công nghệ, Thủy sản, Dệt may)  
[tuntc@bsc.com.vn](mailto:tuntc@bsc.com.vn)

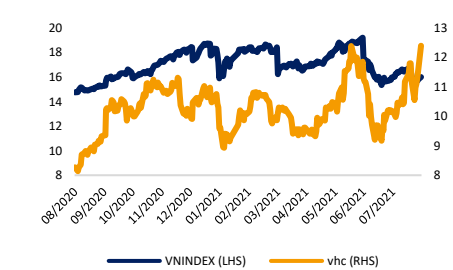
Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

Lê Quốc Trung  
[trunglq@bsc.com.vn](mailto:trunglq@bsc.com.vn)  
Giá khuyến nghị: 52,100  
Giá cắt lỗ: 42,300

Bảng so sánh giá VHC và VN- Index



Bảng so sánh P/E VHC và VN index



|         | 2020  | 2021  | Peer | VN-Index |                    | 2019   | 2020  | 2021F | 2022F  |
|---------|-------|-------|------|----------|--------------------|--------|-------|-------|--------|
| PE (x)  | 10.4  | 12.2  | 12.4 | 17.1     | Doanh thu          | 7,867  | 7,037 | 8,732 | 10,763 |
| PB (x)  | 1.4   | 1.6   | 0.9  | 2.5      | Lợi nhuận gộp      | 1,533  | 1,001 | 1,467 | 1,922  |
| PS (x)  | 1.0   | 1.1   | 0.5  | 2.1      | Lợi nhuận sau thuế | 1,179  | 704   | 822   | 1,087  |
| ROE (%) | 14.0% | 13.8% | 5.7% | 15.0%    | EPS                | 12,559 | 3,874 | 4,472 | 5,911  |
| ROA (%) | 10.2% | 9.9%  | 1.3% | 2.4%     | Tăng trưởng EPS    | -19%   | -69   | 15%   | 32%    |
|         |       |       |      |          | Nợ/ VCSH           | 36%    | 69%   | 36%   | 37%    |

**Định giá**

- Chúng tôi duy khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHC với giá mục tiêu mới cho năm 2022 là 61,000 VND (+23% so với mức giá ngày 31/08/2021) sau khi điều chỉnh (i) kỳ vọng hoạt động kinh doanh tiếp tục tăng trưởng trong năm 2022 khi ngành cá tra vào chu kỳ tăng (ii) tăng mức P/E mục tiêu từ 9 lên 10.5.

**Dự báo kết quả kinh doanh**

- Năm 2021, BSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC lần lượt đạt 8,732 tỷ (+24% YoY) và 822 tỷ (+16% YoY) sau khi tăng chi phí bán hàng do cước vận tải tăng. EPS 2021 là 4,472, tương đương với P/E fw là 11.1.
- Năm 2022, BSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC lần lượt đạt 10,763 tỷ (+23% YoY) và 1,087 tỷ (+32% YoY). EPS 2022 là 5,911, tương đương với P/E fw là 8.4.

**Rủi ro**

- Dịch bệnh bùng phát trở lại khiến tốc độ hồi phục bị trì hoãn

**Cập nhật doanh nghiệp**

- Kết quả kinh doanh quý 2 cho thấy lợi nhuận tăng trưởng chậm hơn doanh thu.** Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 2,341 tỷ (+41% YoY) và 260 tỷ (+16% YoY). Lũy kế 6 tháng, VHC hoàn thành 48% và 56% kế hoạch kinh doanh.
- Doanh thu tăng trưởng tích cực do xuất khẩu cá tra và phụ phẩm hồi phục từ mức nền thấp của năm ngoái: Doanh thu cá tra đạt 1,547 tỷ (+40% YoY) và doanh thu phụ phẩm đạt 433 tỷ (+46% YoY).
- Lợi nhuận tăng trưởng chậm hơn doanh thu** do (i) biên gộp giảm xuống 18.5% từ 20% khi chi phí bã đậu tương tăng +43% YoY (ii) chi phí bán hàng tăng mạnh +154% YoY do công ty phải chịu cước phí vận tải tăng (+275% YoY với tuyến Đông Nam Á – Mỹ và +409% YoY với tuyến Đông Nam Á – Châu Âu).

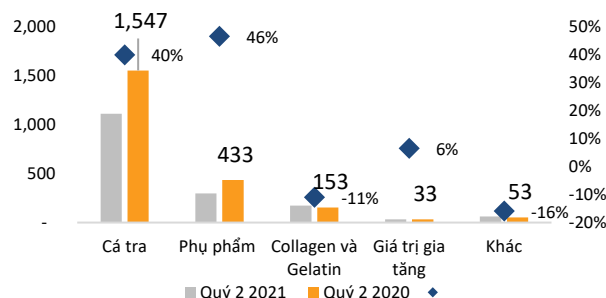
## I. Cập nhật kết quả kinh doanh quý 2 năm 2021

**Kết quả kinh doanh quý 2 cho thấy lợi nhuận chưa hồi phục mạnh như doanh thu.** Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 2,341 tỷ (+41% YoY) và 260 tỷ (+16% YoY). Lũy kế 6 tháng, VHC đã hoàn thành 48% và 56% kế hoạch kinh doanh năm 2021.

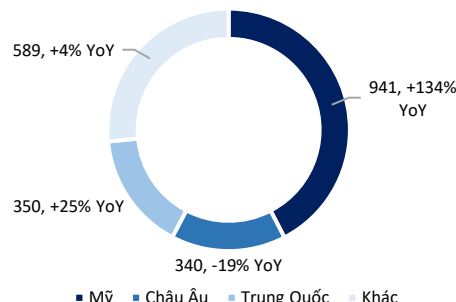
Doanh thu tăng trưởng tích cực do việc xuất khẩu hồi phục từ mức nền thấp của năm ngoái. Hai nhóm sản phẩm chính đều tăng mạnh trở lại: Cá tra (+40% YoY) và Phụ phẩm (+46% YoY). Đáng chú ý, mảng Collagen và Gelatin chưa cho thấy sự hồi phục khi ghi nhận giảm 11% về doanh thu do người dùng thay thế sang Gelatin từ các loại động vật khác.

Về thị trường xuất khẩu, Mỹ ghi nhận mức tăng trưởng mạnh +134% YoY khi quý 2 năm ngoái xuất khẩu vào Mỹ bị ảnh hưởng nặng nề nhất do Covid – 19. Cơ cấu thị trường không có nhiều thay đổi khi Mỹ tiếp tục là thị trường lớn nhất với Vĩnh Hoàn, chiếm tỷ trọng 40% doanh thu. Tỷ trọng của Trung Quốc và Châu Âu lần lượt là 15% và 14%.

**Doanh thu quý 2 theo mặt hàng**



**Doanh thu quý 2 theo thị trường**



Nguồn: VHC

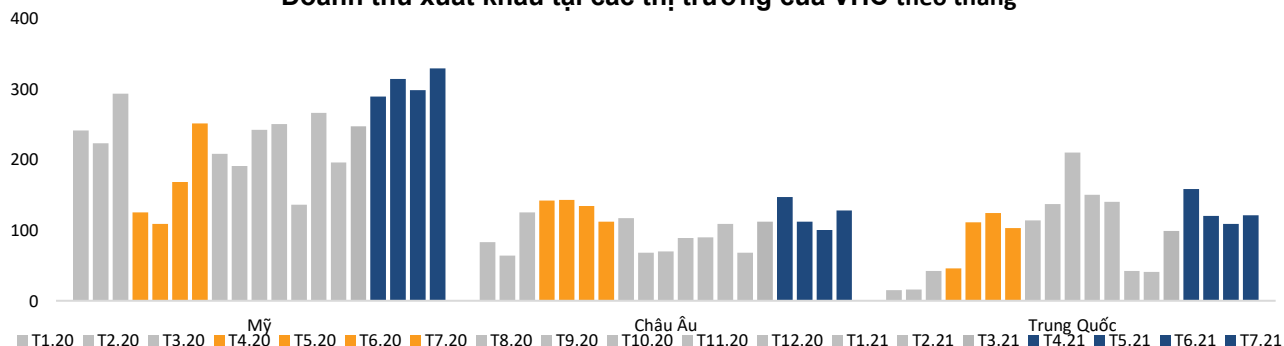
BSC cho rằng lợi nhuận tăng chậm hơn doanh thu rất nhiều vì:

+ Biên lợi nhuận gộp quý 2 giảm từ 20% về mức 18.5% do chi phí nguyên liệu đầu vào (bã đậu tương) tăng cao. Trong quý 2, giá bã đậu tương trên thế giới trung bình đạt 400 USD/tấn (+43% YoY) (+8% YTD).

+ Chi phí bán hàng tăng mạnh 154% YoY do cước phí vận tải tăng mạnh trong khi một phần đơn hàng của VHC vận chuyển theo phương thức CFR (chịu chi phí vận tải). Trong quý 2, giá cước tuyến Đông Nam Á – Mỹ trung bình là 7,128 USD/40 ft (+88% YTD) (+275% YoY), giá cước tuyến Đông Nam Á – Châu Âu tăng lên mức 8,915 USD/40ft (+162% YTD), (+409% YoY).

**Triển vọng kinh doanh quý 3.** BSC giữ quan điểm thận trọng đối với triển vọng kinh doanh quý 3 của VHC do (i) giãn cách xã hội khiến công suất hoạt động giảm và chi phí phát sinh tăng (“3 tại chỗ”, vắc xin, sinh hoạt) và (ii) giá cước tiếp tục neo ở mức cao. Tuy nhiên, BSC lưu ý rằng thị trường Mỹ đang cho thấy nhu cầu hồi phục khả quan, đây sẽ là yếu tố hỗ trợ cho VHC ngay sau khi tình hình dịch được kiểm soát.

**Doanh thu xuất khẩu tại các thị trường của VHC theo tháng**



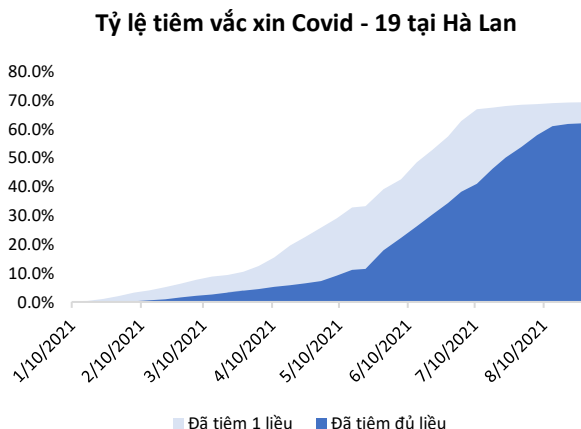
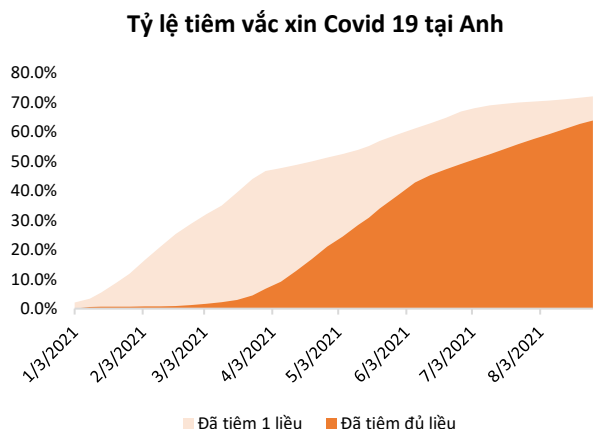
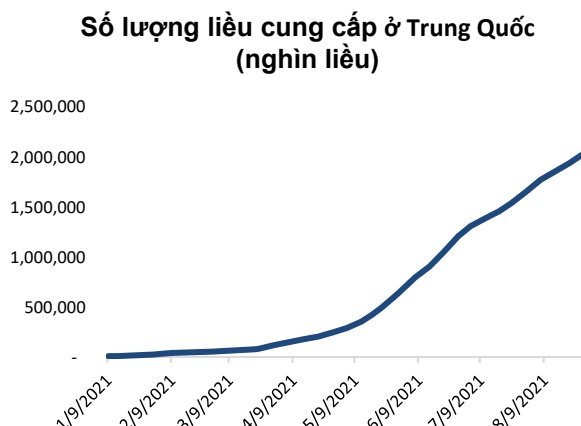
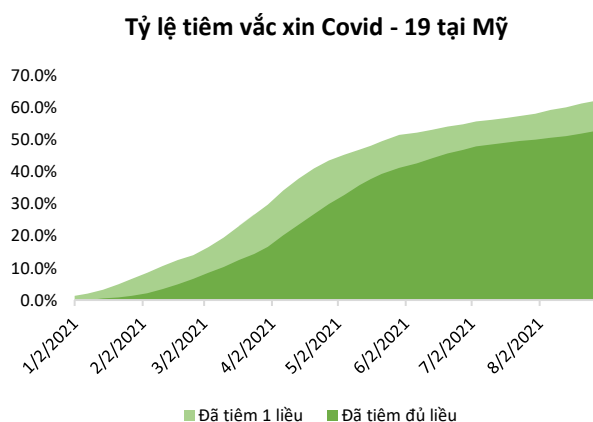
## II. Triển vọng kinh doanh năm 2022

So với quan điểm trong báo cáo trước ([Link](#)), hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp cá tra năm 2021 chưa thể phục hồi như kỳ vọng của BSC do (i) diễn biến dịch phức tạp tại các tỉnh thành phía Nam ảnh hưởng đến sản xuất (ii) cước phí tàu và giá nguyên liệu thức ăn tăng cao.

Tuy nhiên, BSC vẫn giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với triển vọng của ngành cá tra trong năm 2022 với kỳ vọng (i) nhu cầu tiếp tục đà hồi phục trong khi tồn kho ở mức thấp (ii) các chi phí được kiểm soát khi dịch bệnh được kiểm soát và cước phí tàu được hạ nhiệt. Đặc biệt, **BSC nhận thấy thị trường Mỹ đang cho thấy tín hiệu tích cực với giá xuất khẩu ở mức cao nhất trong 2 năm, kỳ vọng giúp VHC – doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất tại Mỹ - được hưởng lợi** ([Link](#))

**(i) Nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu tiếp tục đà hồi phục nhờ tỷ lệ người dân được tiêm vắc xin tăng đều giúp kiểm soát dịch bệnh**

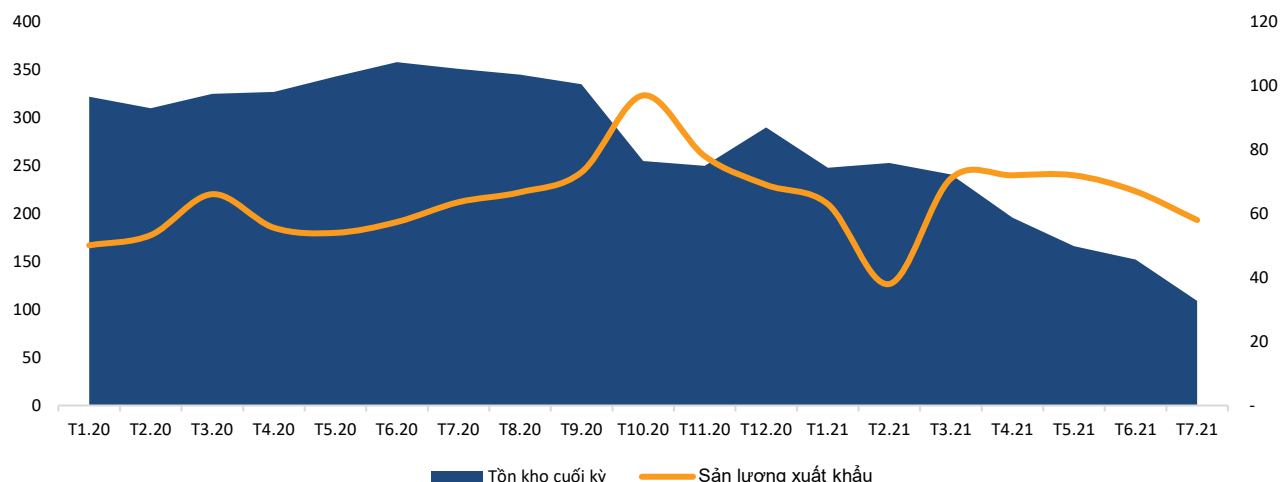
Tính đến thời điểm hiện tại, các thị trường xuất khẩu chính của cá tra (Mỹ, Trung Quốc, EU,...) đều đã có tỷ lệ người dân được tiêm vắc xin khá cao (>50% dân số), thậm chí, một số nước dự định tiêm thêm mũi tăng cường trong thời gian tới. Việc tiêm vắc xin kỳ vọng sẽ hạn chế các ca lây nhiễm (tử vong) vì Covid – 19, giảm việc giãn cách xã hội nghiêm ngặt. Từ đó, **nhu cầu tiêu thụ thủy sản tiếp tục đà tăng khi hơn 60% sản lượng thủy sản được tiêu thụ qua kênh dịch vụ (nhà hàng, khách sạn).**



Nguồn: Our World in Data

**BSC kỳ vọng mức tồn kho thấp sẽ tạo áp lực làm tăng giá bán trong khi nhu cầu xuất khẩu duy trì đà tăng trưởng.** Tồn kho của cá tra tiếp tục xu hướng giảm của năm 2021 và đang ở mức thấp nhất trong 2 năm trở lại đây, đạt mức 109 nghìn tấn cá nguyên liệu (~ 87 nghìn tấn cá thành phẩm), tương đương với 1.2 tháng sản lượng xuất khẩu trước giãn cách. Mức tồn kho thấp kỳ vọng làm tăng giá bán khi nhu cầu tiêu thụ ngày khả quan trong khi nguồn cung chưa thể điều chỉnh kịp thời.

Tồn kho và sản lượng của ngành cá tra Việt Nam



(ii) Thị trường Mỹ đang cho thấy tín hiệu tích cực với giá xuất khẩu ở mức cao nhất trong 2 năm, kỳ vọng giúp VHC – doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất tại Mỹ - được hưởng lợi.

Tính đến tháng 7, kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ đạt 205 triệu USD, **tăng trưởng 55% so với cùng kỳ** do kim ngạch cùng kỳ bị ảnh hưởng tiêu cực bởi Covid – 19. Sản lượng đạt 68.8 nghìn tấn (+50% YoY), giá xuất khẩu trung bình đạt 2.98 USD/kg (+5% YoY).

Đáng chú ý, trong 2 tháng quý 3 (tháng 7 và tháng 8), mặc dù trong bối cảnh khó khăn (các xí nghiệp thủy sản chỉ hoạt động ở mức 50 – 60% công suất do chỉ thị giãn cách xã hội và ba tại chỗ), xuất khẩu cá tra sang Mỹ vẫn cho thấy mức tăng trưởng khả quan với **mức giá xuất khẩu tăng mạnh**: kim ngạch đạt 51.4 triệu USD (+22% YoY), sản lượng đạt 15.4 nghìn tấn (+1% YoY), giá xuất khẩu đạt 3.34 USD/kg (+21% YoY).

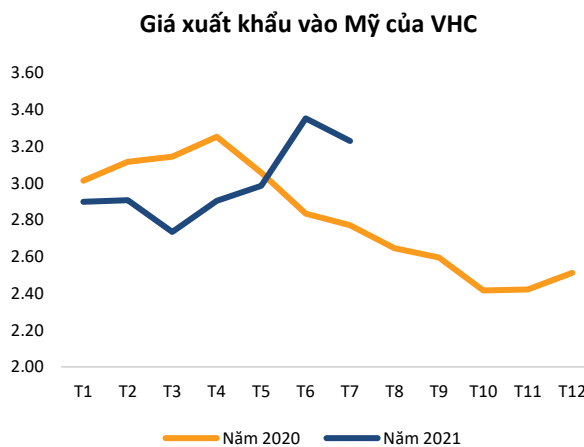
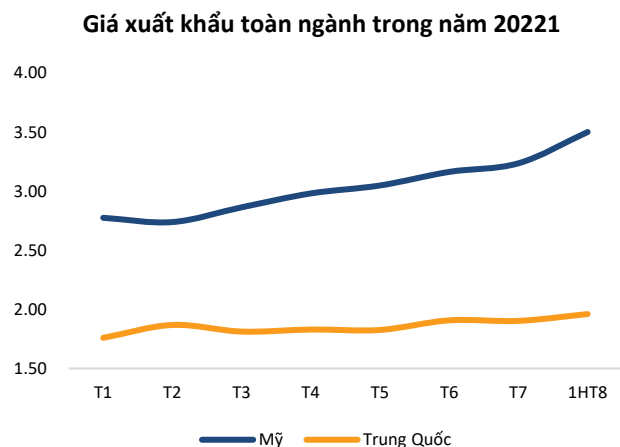
BSC cho rằng sau hai năm bị ảnh hưởng tiêu cực bởi Covid – 19, nhu cầu tại thị trường Mỹ đang hồi phục lại khi cuộc sống dần quay lại bình thường. BSC kỳ vọng ngay cả khi Việt Nam kiểm soát được dịch (giúp nguồn cung cá tra tăng lên), mức giá xuất khẩu vẫn duy trì mức cao do nhu cầu tiếp tục tăng và tồn kho cá tra tại Mỹ thấp.

Bảng Mức giá xuất khẩu cá tra toàn ngành đến một số thị trường chính

| Đv: USD/kg | Giá trung bình tháng 7 | % YoY      | % YTD     | Giá trung bình tháng 8* | %MoM      |
|------------|------------------------|------------|-----------|-------------------------|-----------|
| <b>Mỹ</b>  | <b>3.24</b>            | <b>18%</b> | <b>7%</b> | <b>3.51</b>             | <b>8%</b> |
| Trung Quốc | 1.90                   | 16%        | 0%        | 1.96                    | 3%        |
| EU         | 2.44                   | -11%       | -3%       |                         |           |
| Mexico     | 2.00                   | 15%        | 13%       | 1.97                    | -1%       |
| Brazil     | 2.38                   | 19%        | -1%       | 2.37                    | -1%       |
| Toàn ngành | 2.18                   | 13%        | 6%        | 2.22                    | 2%        |

\*: Giá bán trung bình 2 tuần đầu tháng 8

Nguồn: Agromonitor

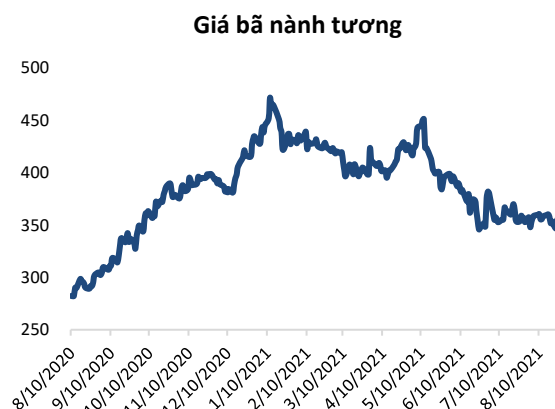
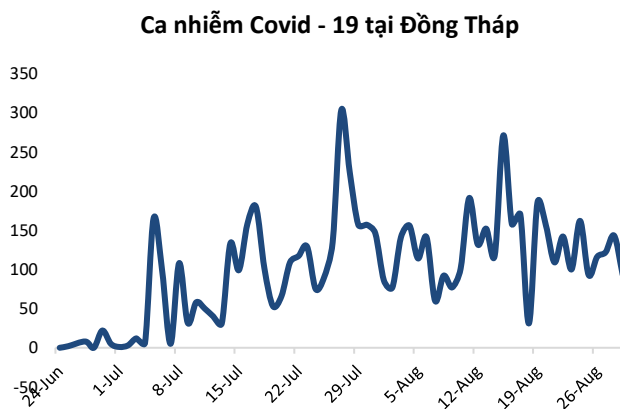


Nguồn: BSC tổng hợp

**(iii) Các chi phí được kiểm soát với kỳ vọng (a) Dịch bệnh tại Việt Nam được kiểm soát (b) Giá nguyên liệu và cước phí tàu hạ nhiệt trong năm 2022.**

Kể từ lần bùng dịch đầu tháng 7 đến thời điểm hiện tại, Đồng Tháp vẫn ghi nhận số ca nhiễm trung bình 118 ca/ngày. Mặc dù tình hình dịch bệnh tại Đồng Tháp không phức tạp và nguy hiểm như Hồ Chí Minh nhưng chưa được kiểm soát hoàn toàn để có thể nới lỏng lệnh giãn cách trong ngắn hạn. Điều này tiếp tục sẽ gây ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất trong quý 3 và khả năng quý 4 (trong TH dịch không kiểm soát được).

Tuy nhiên, trong năm 2022, với kỳ vọng (i) Nguồn cung vắc xin đáp ứng đủ nhu cầu (ii) Tiến độ tiêm vắc xin triển khai nhanh, BSC cho rằng hoạt động kinh doanh sẽ dần quay trở lại bình thường, giúp doanh nghiệp bớt chi phí liên quan đến “Ba tại chỗ”. Đồng thời, các doanh nghiệp thủy sản nhỏ bị phá sản sẽ tạo một khoảng trống thị trường cho các doanh nghiệp vượt qua được giai đoạn khó khăn.



Nguồn: Vnexpress, Bloomberg

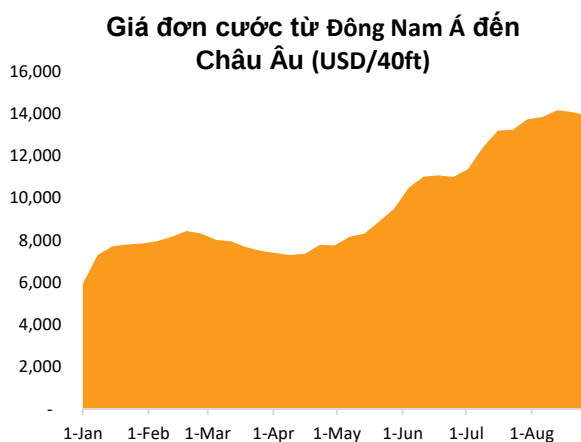
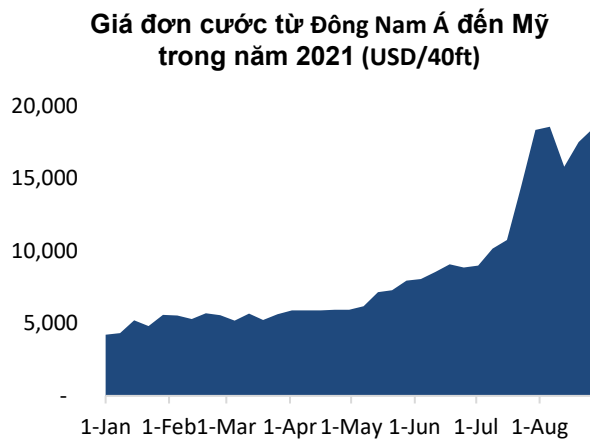
Ngoài ra, BSC kỳ vọng giá nguyên liệu đầu vào và cước phí tàu không tăng đột biến trong năm 2022 do (i) hoạt động sản xuất của thế giới dần quay trở lại mức bình thường, làm giảm chênh lệch cung cầu (ii) Mức nền cao của năm 2021.

Giá nguyên liệu đầu vào (bã đậu nành) đã giảm nhiệt (-21%) từ mức đỉnh tháng 5. Hiện tại, giá bã đậu nành dao động quanh mức 356 USD/tấn (+15% YoY) (-11% QoQ). Việc giá bã đậu nành giảm nhiệt là yếu tố tích cực đối với các doanh nghiệp cá tra khi chi phí thức ăn chiếm 70% giá thành sản xuất cá tra.

Trái ngược với giá bã đậu nành giảm nhiệt trong 2 tháng vừa qua, giá cước vận tải cho tuyến từ Đông Nam Á sang Châu Âu tiếp tục tăng cao, gây ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận các doanh nghiệp cá tra do một phần đơn hàng vận chuyển theo CFR (chịu chi phí vận tải). BSC kỳ vọng VHC có thể chuyển một phần đơn hàng từ

CFR sang FOB (không chịu chi phí vận tải) khi nhu cầu thị trường Mỹ đang khả quan, giảm bớt ảnh hưởng tiêu cực của cước vận tải tăng đột biến.

- + Giá cước trung bình chuyển từ Đông Nam Á đến Tây Mỹ đạt 14,767 USD/40ft (+107% QoQ) (+249% YTD).
- + Giá cước trung bình chuyển từ Đông Nam Á đến Bắc Âu đạt 13,305 USD/40ft (+49% QoQ) (+124% YTD).



*Nguồn: FBX*

### III. Dự phóng và định giá

Năm 2022, BSC dự báo năm 2022 doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VHC lần lượt đạt 10,763 tỷ (+23% YoY) và 1,087 tỷ (+32% YoY) dựa trên các giả định:

+ Cơ cấu doanh thu: Cá tra fillet tiếp tục chiếm tỷ trọng chính (~74%) với doanh thu bán thành phẩm đạt 8,053 tỷ (+32% YoY). Doanh thu hàng hóa đạt 1,390 tỷ (+20% YoY) và doanh thu phụ phẩm đạt 1,228 tỷ (-11% YoY).

+ Biên lợi nhuận gộp năm 2022 dự báo đạt 17.9%, tăng so với mức dự phóng 16.8% của năm 2021 nhờ (i) giá bán tăng tại các thị trường xuất khẩu: giá tại Mỹ tăng 16%, giá tại Trung Quốc tăng 6% so với mức giá dự phóng năm 2021.

+ Biên chi phí SG&A của VHC năm 2022 chiếm 6.1% doanh thu; giảm so với mức dự phóng 6.6% của năm 2021.

**Bảng Dự phóng kết quả kinh doanh của VHC**

| Đv: tỷ đồng                    | 2019          | 2020          | 2021F        | 2022F         |
|--------------------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>         | <b>7,867</b>  | <b>7,037</b>  | <b>8,732</b> | <b>10,763</b> |
| <i>Tăng trưởng</i>             | <i>-15.1%</i> | <i>-10.5%</i> | <i>24.1%</i> | <i>23.3%</i>  |
| DT bán thành phẩm              | 5,699         | 5,062         | 6,090        | 8,053         |
| DT bán phụ phẩm                | 967           | 1,252         | 1,391        | 1,228         |
| DT bán hàng hóa                | 1,163         | 798           | 1,158        | 1,390         |
| Giá vốn hàng bán               | (6,334)       | (6,036)       | (7,265)      | (8,841)       |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>           | <b>1,533</b>  | <b>1,001</b>  | <b>1,467</b> | <b>1,922</b>  |
| <i>Biên LNG</i>                | <i>19.4%</i>  | <i>14.2%</i>  | <i>16.8%</i> | <i>17.9%</i>  |
| Chi phí bán hàng               | (252)         | (171)         | (393)        | (430)         |
| <i>Biên Chi phí bán hàng</i>   | <i>3.2%</i>   | <i>2.4%</i>   | <i>4.5%</i>  | <i>4.0%</i>   |
| Chi phí quản lý Dn             | (149)         | (147)         | (186)        | (227)         |
| <i>Biên Chi phí quản lý Dn</i> | <i>1.9%</i>   | <i>2.1%</i>   | <i>2.1%</i>  | <i>2.1%</i>   |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>    | <b>1,309</b>  | <b>791</b>    | <b>967</b>   | <b>1,279</b>  |
| Lợi nhuận sau thuế             | 1,180         | 705           | 822          | 1,087         |
| <b>EPS</b>                     | <b>12,573</b> | <b>3,953</b>  | <b>4,472</b> | <b>5,911</b>  |

Nguồn: BSC Research

+ **Phương pháp PE:** BSC nâng mức P/E mục tiêu cho VHC từ 9 lên 10.5, tương đương với mức PE trung bình 1 năm của cổ phiếu là 10.3 sau khi điều chỉnh dự phóng kinh doanh cho năm 2022 (doanh thu + 23% YoY, lợi nhuận sau thuế + 32% YoY).

Bảng So sánh mức định giá của một số doanh nghiệp thủy sản trên sàn

| Mã chứng khoán  | Vốn hóa (tỷ VND) | ROE          | P/E         |
|-----------------|------------------|--------------|-------------|
| ANV             | 4,201            | 9.1%         | 18.6        |
| IDI             | 1,534            | 3.6%         | 15.3        |
| ABT             | 316              | 5.1%         | 14.7        |
| ACL             | 645              | 6.7%         | 9.4         |
| <b>VHC</b>      | <b>9,097</b>     | <b>13.8%</b> | <b>12.2</b> |
| <b>Trung vị</b> |                  |              | <b>12.3</b> |

| Phương pháp PE | 2020  | 2021          | 2022          |
|----------------|-------|---------------|---------------|
| EPS            | 3,953 | 4,472         | 5,911         |
| PE             |       | 10.5          | 10.5          |
| Giá trị hợp lý |       | <b>47,000</b> | <b>62,100</b> |

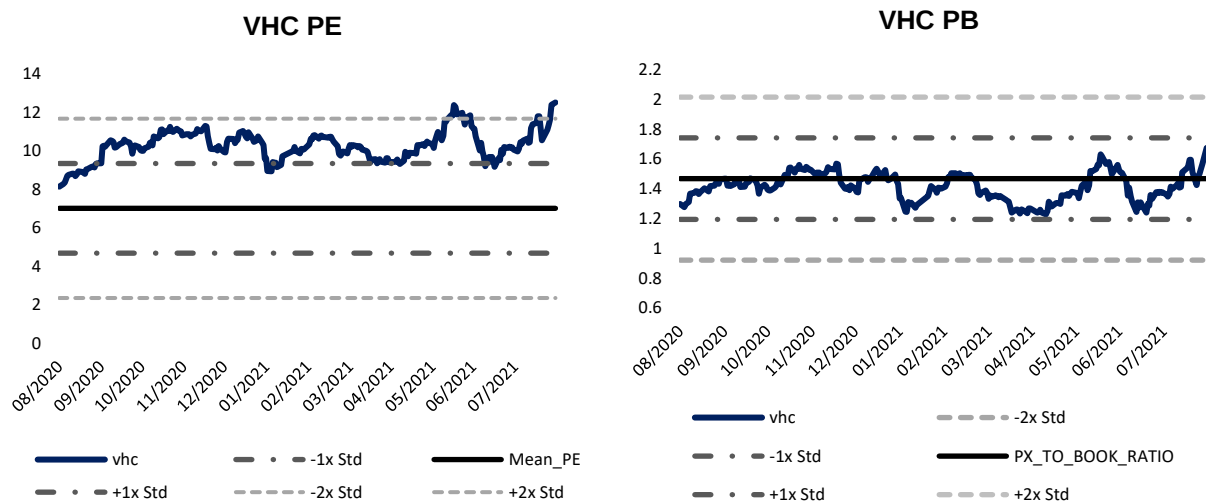
**+ Phương pháp Chiết khấu dòng tiền:**

| Chi phí vốn bình quân |       |
|-----------------------|-------|
| Rf                    | 6%    |
| Beta                  | 0.9   |
| Ke                    | 13.8% |
| Kd                    | 8%    |
| E/A                   | 60%   |
| Thuế                  | 20%   |
| WACC                  | 10.4% |
| g                     | 4%    |

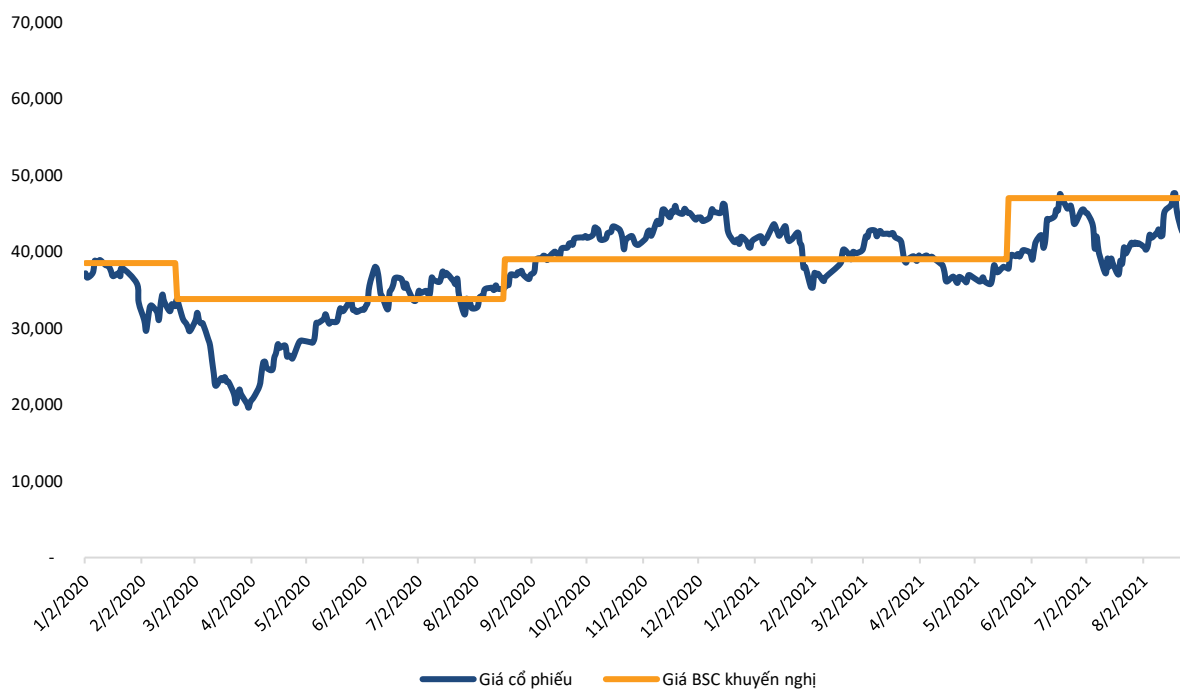
|                                   | 2021F         | 2022F | Terminal |
|-----------------------------------|---------------|-------|----------|
| Dòng tiền tự do của công ty       | 226           | 395   | 630      |
| Giá trị hiện tại                  | 10,885        |       |          |
| Tổng giá trị doanh nghiệp         | 12,290        |       |          |
| Nợ                                | 1,174         |       |          |
| Vốn chủ sở hữu                    | 11,115        |       |          |
| Số lượng cổ phiếu                 | 183,376,956   |       |          |
| <b>Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)</b> | <b>60,200</b> |       |          |

|      | Giá    | Tỷ trọng            | Giá bình quân |
|------|--------|---------------------|---------------|
| FCFF | 60,200 | 60%                 | 36,100        |
| P/E  | 62,100 | 40%                 | 24,900        |
|      |        | <b>Giá mục tiêu</b> | <b>61,000</b> |
|      |        | Giá hiện tại        | 49,550        |
|      |        | Upside              | 23.0%         |

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với **giá mục tiêu là 61,000 VND/cp** cho năm 2022 theo hai phương pháp P/E và FCFF với tỷ trọng 60%/40%, tăng 23% so với giá đóng cửa ngày 31/08/2021.



### BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU VHC SO VỚI KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC



## PHỤ LỤC

| KQKD(Tỷ đồng)               | 2018         | 2019         | 2020       | 2021F      |
|-----------------------------|--------------|--------------|------------|------------|
| Doanh thu thuần             | 9,323        | 7,867        | 7,037      | 8,732      |
| Giá vốn hàng bán            | -7,281       | -6,334       | -6,036     | -7,265     |
| Lợi nhuận gộp               | 2,042        | 1,533        | 1,001      | 1,467      |
| Chi phí bán hàng            | -209         | -252         | -171       | -393       |
| Chi phí QLDN                | -142         | -149         | -47        | -186       |
| <b>Lãi/lỗ HĐKD</b>          | <b>1,747</b> | <b>1,308</b> | <b>808</b> | <b>967</b> |
| Doanh thu tài chính         | 148          | 251          | 233        | 163        |
| Chi phí tài chính           | -178         | -90          | -107       | -93        |
| Chi phí lãi vay             | -56          | -59          | -38        | -39        |
| Lợi nhuận từ CTLD/LK        | 86           | 14           | 0          | 0          |
| Lãi/lỗ khác                 | -39          | 1            | 17         | 0          |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b> | <b>1,708</b> | <b>1,309</b> | <b>791</b> | <b>967</b> |
| Thuế thu nhập DN            | -256         | -130         | -86        | -145       |
| <b>LN sau thuế</b>          | <b>1,452</b> | <b>1,179</b> | <b>704</b> | <b>822</b> |
| CĐTS                        | 0            | 0            | 0          | 0          |
| LNST - CĐTS                 | 1,452        | 1,179        | 704        | 822        |
| EPS                         | 15,585       | 12,559       | 3,874      | 4,472      |

| CĐKT (Tỷ đồng)                  | 2018         | 2019         | 2020         | 2021F        |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Tiền và tương đương tiền</b> | <b>43</b>    | <b>86</b>    | <b>40</b>    | <b>242</b>   |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 608          | 1,492        | 1,364        | 1,491        |
| Phải thu ngắn hạn               | 1,999        | 1,516        | 1,698        | 1,750        |
| Tồn kho                         | 1,377        | 1,414        | 1,498        | 1,239        |
| TS ngắn hạn khác                | 103          | 103          | 123          | 123          |
| <b>TS ngắn hạn</b>              | <b>4,130</b> | <b>4,611</b> | <b>4,726</b> | <b>4,848</b> |
| TS hữu hình                     | 1,407        | 1,504        | 1,807        | 2,094        |
| TS dở dang dài hạn              | 259          | 335          | 383          | 323          |
| ĐT dài hạn                      | 396          | 1            | 62           | 62           |
| TS dài hạn khác                 | 105          | 154          | 209          | 209          |
| <b>TS dài hạn</b>               | <b>2,169</b> | <b>2,001</b> | <b>2,465</b> | <b>2,692</b> |
| <b>Tổng TS</b>                  | <b>6,299</b> | <b>6,612</b> | <b>7,191</b> | <b>7,540</b> |
| Khoản phải trả                  | 272          | 282          | 325          | 261          |
| Vay ngắn hạn                    | 1,269        | 866          | 1,105        | 1,016        |
| Nợ ngắn hạn khác                | 253          | 218          | 127          | 213          |
| <b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>         | <b>2,242</b> | <b>1,716</b> | <b>1,944</b> | <b>1,709</b> |
| Vay dài hạn                     | 0            | 0            | 69           | 230          |
| Nợ dài hạn khác                 | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Tổng Nợ dài hạn</b>          | <b>33</b>    | <b>19</b>    | <b>86</b>    | <b>245</b>   |
| <b>Tổng Nợ</b>                  | <b>2,275</b> | <b>1,735</b> | <b>2,030</b> | <b>1,954</b> |
| Vốn góp                         | 924          | 1,834        | 1,834        | 1,834        |
| Thặng dư vốn cổ phần            | 224          | 224          | 224          | 224          |
| LN chưa phân phối               | 2,876        | 2,931        | 3,213        | 3,442        |
| Vốn chủ khác                    | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Cổ đông thiểu số                | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Tổng Vốn chủ sở hữu</b>      | <b>4,024</b> | <b>4,991</b> | <b>5,161</b> | <b>5,586</b> |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>           | <b>6,299</b> | <b>6,612</b> | <b>7,191</b> | <b>7,540</b> |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành      | 92.4         | 183.3        | 183.3        | 183.3        |

| LCTT (Tỷ đồng)              | 2018        | 2019         | 2020       | 2021F       |
|-----------------------------|-------------|--------------|------------|-------------|
| (Lỗ)/LNST                   | 1,708       | 1,309        | 791        | 822         |
| Khấu hao và phân bổ         | 150         | 165          | 200        | 310         |
| Thay đổi vốn lưu động       | -863        | 591          | -216       | -572        |
| Điều chỉnh khác             | -           | -            | -          | -           |
| <b>LCTT từ HĐ KD</b>        | <b>909</b>  | <b>1,489</b> | <b>420</b> | <b>710</b>  |
| Tiền chi mua TSCĐ           | -741        | -378         | -605       | -750        |
| Đầu tư khác                 | -136        | -365         | 0          | -200        |
| <b>LCTT từ HĐ Đầu tư</b>    | <b>-877</b> | <b>-743</b>  | <b>310</b> | <b>-950</b> |
| Tiền chi trả cổ tức         | -369        | -185         | -363       | -366        |
| Tiền từ vay ròng            | 325         | -403         | 309        | 140         |
| Tiền thu khác               | -           | -            | -          | -           |
| <b>LCTT từ HĐ Tài chính</b> | <b>-34</b>  | <b>-703</b>  | <b>-55</b> | <b>-226</b> |
| Dòng tiền đầu kỳ            | 45          | 43           | 86         | 140         |
| Dòng tiền cuối kỳ           | 43          | 86           | 140        | 242         |

| Chỉ số(%)                  | 2018 | 2019 | 2020 | 2021F |
|----------------------------|------|------|------|-------|
| <b>Khả năng thanh toán</b> |      |      |      |       |
| Hsố TT ngắn hạn            | 1.84 | 2.69 | 2.43 | 2.82  |
| Hsố TT nhanh               | 1.18 | 1.80 | 1.80 | 1.95  |

|                           |       |       |       |      |
|---------------------------|-------|-------|-------|------|
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |       |       |       |      |
| Hsố Nợ/TTS                | 36%   | 26%   | 28%   | 26%  |
| Hsố Nợ/VCSH               | 57%   | 36%   | 39%   | 35%  |
| <b>Năng lực hoạt động</b> |       |       |       |      |
| Số ngày HTK               | 64.8  | 80.4  | 88.1  | 78.4 |
| Số ngày phải thu          | 61.4  | 77.6  | 69.9  | 67.2 |
| Số ngày phải trả          | 12.7  | 16.0  | 18.4  | 17.6 |
| CCC                       | 113.3 | 142.0 | 139.5 | 128  |

|                          |       |       |       |       |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Tỉ suất lợi nhuận</b> |       |       |       |       |
| Lợi nhuận gộp            | 21.9% | 19.5% | 14.2% | 16.5% |
| Lợi nhuận LNST           | 15.6% | 15.0% | 10.0% | 10.4% |
| ROE                      | 41.7% | 26.5% | 14.0% | 15.9% |
| ROA                      | 25.6% | 18.3% | 10.2% | 12.3% |

|                 |     |     |      |      |
|-----------------|-----|-----|------|------|
| <b>Định Giá</b> |     |     |      |      |
| PE              | 8.1 | 6.1 | 10.4 | 10.2 |
| PB              | 1.7 | 2.2 | 1.4  | 1.3  |

|                    |        |        |        |       |
|--------------------|--------|--------|--------|-------|
| <b>Tăng trưởng</b> |        |        |        |       |
| Tăng trưởng DTT    | 14.4%  | -15.6% | -10.5% | 18.9% |
| Tăng trưởng LNNT   | 136.3% | -23.3% | -39.6% | 27.3% |
| Tăng trưởng EPS    | 137.9% | -19.4% | -69.2  | 27.3% |

Nguồn: BSC Research.

## **Khuyến cáo sử dụng**

*Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.*

### **BSC Trụ sở chính**

Tầng 10&11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### **BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>  
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

